

US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet

Vorschriften für einen internationalen Online-Handel mit Investmentfondsanteilen und die elektronische Informationsverbreitung

Von Kai-Uwe Steck^{*)}

A. Einleitung	3
B. Rechtstatsachen	3
I. Online-Handel.....	4
II. Informationsverbreitung.....	6
III. Abstimmung übers Internet.....	6
IV. Zwischenergebnis	7
C. Regulierungsansätze	7
I. Informationsverbreitung	7
1. Grundregeln.....	7
a) Wahrnehmbarkeit.....	8
b) Zugriffsmöglichkeit.....	9
c) Empfangsbeleg	10
d) Widerrufsrecht	10
2. „hyperlinks“.....	11
a) Allgemeines	11
b) Regulierungsansätze der NASD.....	12
c) Regulierungsbedürftigkeit.....	13
aa) Notwendigkeit der „hyperlinks“.....	13
bb) Manipulation und Desinformation.....	13
cc) Darstellungsstandard und einmalige Kontrollpflicht des Verwenders.....	14
II. US-amerikanische Regulierung des internationalen Online-Handels	16
1. Praktische Aspekte (Zahlungsmittelstandard: Kreditkateneinsatz und Leverageeffekt)	16
2. Bundeswertpapierrecht und Kundeneinwerbung über Webseiten	16
a) Regelungskonzept.....	17
aa) Internetangebote von ausländischen Fonds	18
(1) „offshore offer“	18
(2) „offshore offer“ parallel zum „private offer“ innerhalb der USA.....	19
bb) „offshore offer“ von US-amerikanischen Fonds über das Internet	21
b) Fazit.....	21

D. Ergebnis.....23

A. Einleitung

Wie in vielen anderen Bereichen unserer Gesellschaft hat das Internet auch in die Wertpapierbranche Einzug erhalten. Diesbezüglich haben die USA sowohl in tatsächlicher als auch in rechtlicher Hinsicht wieder einmal eine Vorbildfunktion inne. Dies nimmt der Verfasser zum Anlaß, um sich kritisch mit den dortigen Erfahrungen zu beschäftigen. Ferner werden US-amerikanische Wertpapiervorschriften besprochen, die sich nicht auf die USA beschränken. Der Gesetzgeber hat neben den Vorschriften über die elektronische Informationsverbreitung bereits Spezialregeln aufgestellt, die alle ausländischen Anbieter betreffen, die das Internet zu Handelszwecken nutzen. Dafür ist es sogar ohne Bedeutung, ob die Anbieter überhaupt einen internationalen Handel betreiben.

Die Ausführungen und Regeln betreffen zum Teil die gesamte Wertpapierbranche. Das Hauptaugenmerk des Beitrags ist aber auf Investmentfonds gerichtet. Dabei stützt sich der Verfasser auf eine Untersuchung, die er 1998/99 als „Visiting Scholar“ an der New York University durchführen konnte.¹

B. Rechtstatsachen

Insbesondere die Anbieterseite scheint von den vielversprechenden Zukunftsaussichten, die das Internet eröffnet, beeindruckt zu sein: Nach einer Befragung von 50 US-amerikanischen Investmentgesellschaften sind die Verkaufschancen im neuen Medium (34%) das Hauptmotiv für den Gang ins Internet. Weitere Motive sind Marketing und Kommunikation mit dem Kunden (30%), Wettbewerbsdruck (16%), Kundenwunsch (14%), Kosteneinsparungen (6%).² Zudem haben jüngste Untersuchungen ergeben, daß bei Banktransaktionen über das Internet im Vergleich zur traditionellen Abwicklungsform bis zu 89% weniger Vertriebskosten anfallen.³

*⁰) Trainee der Rechtsanwaltssozietät Shearman & Sterling, Düsseldorf und Frankfurt a. M.; Ref. jur. am Hanseatischen OLG Hamburg; e-mail: ksteck@t-online.de. Verf. dankt der Volkswagenstiftung.

¹ Dieser Beitrag ist ein Auszug aus der Inauguraldissertation „Regulierung von US-amerikanischen Investmentgesellschaften (Investment Companies), unter besonderer Berücksichtigung des National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA) und anderer aktueller Rechtsanpassungen“, die dem Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück im Juni 1999 vorgelegt wurde.

² Vgl. HB vom 03/04.07.1998, S. 37

³ Vgl. FAZ vom 16.11.1998, S. 32.

Die US-amerikanischen Statistiken belegen im Hinblick auf private Haushalte eine immer weiter voranschreitende Verbreitung von Personal Computern mit Internetzugang.⁴ Allein deswegen deuten verschiedene Marktforscher das Internet als große Chance, um alte und neue Privatanleger für den elektronischen Wertpapierhandel zu gewinnen.⁵

I. Online-Handel

Für die Belange der auch in Deutschland üblichen offenen Investmentfonds (sog. „Mutual Funds“) hat sich das Internet von Anfang an als nützlich erwiesen. Es bietet sich in erster Linie als Medium an, um die Fondsanteile ohne die Zwischenschaltung einer Vertriebsperson direkt zu verkaufen. Anders als herkömmliche Unternehmen, die nur gelegentlich Wertpapiere emittieren, sind die „Mutual Funds“ infolge ihrer ständigen Rücknahmepflicht auf einen stetigen Primärmarkt angewiesen.⁶ Das Internet kommt ihnen dabei mit unbegrenzten Handelszeiten sehr entgegen.

Auch die Zwischenhändler (sog. „broker-dealers“) haben das Internet als Schnittstelle erkannt, um mit den Anlegern in Fondsanteilen und sonstigen Wertpapieren zu handeln.⁷

Der Handel über das Internet (Online-Handel) bietet dabei im Vergleich zur herkömmlichen Handelsform (Offline-Handel) einige bedeutende Vorteile. Zum einen fallen sowohl auf Anbieter- als auch auf Nachfragerseite wesentlich geringere Transaktionskosten an.⁸ Zum anderen bestehen deutlich bessere Informationsmöglichkeiten für den Anleger. Die Webseiten⁹

⁴ S. dazu *Robertson*, Personal Investing in Cyberspace and the Federal Securities Laws, 23 Sec. Reg. L.J. S. 349 (1996) m.w.N.; *Gavis*, The Offering and Distribution of Securities in Cyberspace, 52 Bus.L. S. 319 (1996) m.w.N.

⁵ *Rehak*, A Tour of Mutual Fund Web Sites, International Herald Tribune vom 10/11.02.1996; o.V., click here for a great deal, FT vom 30.04.1997, S. 13; zum Aufschwung der Internet-Broker in den USA s. FAZ vom 06.02.1999, S. 25.

⁶ *Friedman*, Securities Regulation in Cyberspace (1997), § 9.01; *Gavis*, a.a.O. Fn. 4, S. 364.

⁷ Vgl. *Marshall/Schneiderman*, Mutual Funds in the Electronic Age (1998), § 9.01 mit Hinweisen auf die Internetadressen.

⁸ Die 10 größten „e-firms“ verlangen pro Wertpapiertransaktion eine Gebühr zwischen US\$ 34.65 und US\$ 15.95; aggressive „discount-broker“ verlangen sogar nur unter US\$ 10 pro Transaktion (Stand Feb. 1999). Im Vergleich dazu geht eine Offline-Transaktion nicht unter US\$ 50 vonstatten; s. *Greenwald*, A Nation of Stock Keepers Online, Time Mag. vom 11.05.1998, S. 48 ff., 1998 WL 11648457.

⁹ So wird eine Bildschirmscheite des *World Wide Web* (graphisch animierter Teilbereich des Internet) bezeichnet.

gewähren dem Anleger unter anderem einen unmittelbaren Zugriff auf Fondsprospekte, Unternehmensnachrichten, Analysen, tägliche Bewertungen der Fondsvermögen, die Zusammensetzung der Fondsvermögen, ein Profil des Portefeuillemanager, Echtzeit-Kursnachrichten und das eigene Anlagekonto.¹⁰ Neben diesen kostenlosen Informationen bieten die Webseiten sogenannte „hyperlinks“¹¹ an. Darüber kann der Anleger per Mausklick auf außenstehende Informationsanbieter zugreifen, die ihre Dienste gegen Geld leisten.

Im Ergebnis stehen dem individuellen Anleger damit zu verhältnismäßig geringen Kosten Informationsmengen zur Verfügung, auf die früher nur institutionelle Investoren zurückgreifen konnten.

Auf den ersten Blick beeindrucken die Vorteile des Internet. Es bestehen jedoch auch Bedenken. So stellt sich zunächst die Frage, ob die Mehrzahl der individuellen Anleger überhaupt von den ergiebigen Informationsquellen profitieren kann. Es wird im folgenden gezeigt, daß ein Informationsüberfluß unter Umständen genauso nachteilig für einen Anleger sein kann wie ein Informationsmangel.¹²

Darüber hinaus gibt es beim Online-Handel kaum persönliche Beratung. Jeder Anleger ist damit grundsätzlich auf sich allein gestellt, wenn es darum geht, eine Anlageentscheidung zu treffen.¹³ Als Ersatz stellen die Anbieter Suchmasken zur Verfügung, in die der Anleger seine persönlichen Anlagebedingungen (u. a. Anlageziel, Anlagebetrag und Risikobereitschaft) einträgt. Anhand dieser Bedingungen ermittelt der Computer dann ein passendes Anlageobjekt. Außerdem bewirkt der Online-Handel ein verändertes Verhalten der Anleger. Beispielsweise nimmt in den USA das sogenannte „day trading“ zu. Dabei versuchen Kleinanleger, ihre computerbedingte Handlungsfähigkeit, die großen Informationsmengen und die geringen Transaktionskosten für spekulative Kurzzeitanvestitionen zu nutzen. Doch selbst in Fachkreisen

¹⁰ Vgl. *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.01.

¹¹ Das sind Schaltflächen auf einer Webseite, die per Mausklick einen Wechsel von der aktuellen Position des Benutzers an eine andere Stelle derselben Webseite oder auf eine andere Webseite ermöglichen. „Hyperlinks“ sind ein Kernmechanismus des World Wide Web, da sie die Benutzung immens erleichtern.

¹² In diesem Sinne äußerte sich z. B. Karl Eugen Reis (verantwortlich für Marktanalyse bei der DG Bank) kürzlich über den „Neuen Markt“ an der Frankfurter Börse: „Nicht zu wenig Informationen, sondern ihre Fülle sind mittlerweile das Problem“, FAZ vom 29.06.1999, S. 29.

¹³ Vgl. *Quick*, On-Line Trading, The Wallstreet Journal vom 08.09.1998 R 14, 1998 WL-WSJ 18983399; allerdings besteht vielfach die Möglichkeit, über e-mail oder gebührenfreie Telefonnummern den jeweiligen Internetanbieter zu kontaktieren.

herrscht dem Vernehmen nach Zweifel, ob sich diese Art des Internethandels wirklich für den Durchschnittsanleger eignet.

Schließlich hat es in der Vergangenheit Kapazitätsengpässe im Internet gegeben (sog. „online jam“), die es den Anlegern zeitweise unmöglich machten, ihre Anteile angesichts fallender Kurse abzustoßen.¹⁴

II. Informationsverbreitung

Das Internet hat nicht nur eine Marktfunktion. Es bietet sich auch an, wenn eine Fondsgesellschaft ihre Informationspflichten erfüllen muß. Sie kann ihren Anlegern übers Internet die Fondsprospekte, die Nachlieferungen und sonstige Pflichtlektüre übermitteln. Daneben spielt das Internet bei Werbemaßnahmen eine bedeutende Rolle. Insgesamt sind durch die neue Form der Informationsverbreitung erhebliche Einsparungen möglich, da beispielsweise weniger Druck- und Versandkosten entstehen.¹⁵

Zudem können die Fondsgesellschaften über das Internet direkten Kontakt zum Anleger aufnehmen. Ihrerseits können die Anleger per e-mail Fragen stellen oder weiterführendes Informationsmaterial anfordern. Außerdem gibt es auf den Internetseiten von Investmentgesellschaften viele Diskussionsforen, die einem Anleger den Gedankenaustausch mit Wertpapierexperten oder anderen Anlegern ermöglichen.¹⁶

III. Abstimmung übers Internet

Ein weiterer Gesichtspunkt ist die Abstimmung der Anteilhaber über das Internet. Bei Sachfragen, in denen eine Beteiligung der Anteilhaber vonnöten ist, könnte eine Online-

¹⁴ Vgl. *Greenwald*, a.a.O. Fn. 8, S. 48 ff.; Bsp: Am 03 und 04 Februar 1999 konnten Kunden des Internet-Broker „E-Trade“ zeitweise keine Geschäfte tätigen, da die Computer des Unternehmens ausfielen. Dem Vernehmen nach wird dieser Vorfall Schadensersatzforderungen und eine Untersuchung des New Yorker Justizministeriums nach sich ziehen, vgl. FAZ vom 06.02.1999, S. 25.

¹⁵ *Chambers*, Investment Advisers and Investment Companies on the Internet, 1046 Practising Law Institute (1998), S. 609, der auf eine besondere Effizienz hinweist; *Friedman*, a.a.O. Fn. 6, § 9.01 und § 9.02; *Gavis*, a.a.O. Fn. 4, S. 365.

¹⁶ Vgl. *Gavis*, a.a.O. Fn. 4, S. 365 m.w.N.

Abstimmung die herkömmliche Anlegerversammlung ersetzen. Auch damit wären auf Dauer erhebliche Einsparungen verbunden.¹⁷

IV. Zwischenergebnis

Obgleich hier nur einige Themen angesprochen wurden, zeigten sich die vielfältigen Möglichkeiten, die das Internet sowohl den Anbietern als auch den Anlegern eröffnet. Allerdings ruft das neue Medium viele Rechtsfragen auf den Plan, die hier aus Platzgründen nur teilweise behandelt werden können.¹⁸ Deshalb wird sich die folgende Darstellung auf die Rechtsprobleme beschränken, denen sich der US-amerikanische Gesetzgeber bereits zugewandt hat.

Obwohl das Internet schon seit geraumer Zeit aus wertpapierrechtlicher Sicht begutachtet wird, sind die Spezialvorschriften noch übersichtlich geblieben. Der US-amerikanische Gesetzgeber war bisher bestrebt, die mit dem Internet verknüpften Rechtsprobleme durch vorhandene Vorschriften zu lösen.

Zum einen wurden Rechtsfragen zur elektronischen Informationsverbreitung beantwortet (unten C. I). Zum anderen versuchte die Wertpapieraufsichtsbehörde (SEC)¹⁹ die größten Probleme des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels zu lösen (unten C. II).

C. Regulierungsansätze

I. Informationsverbreitung

1. Grundregeln

Zuerst hat die SEC Grundregeln zu der Frage aufgestellt, wie die am Wertpapiermarkt teilnehmenden Emittenten ihrer wertpapierrechtlichen Informationspflicht entsprechen können, wenn sie elektronische Medien benutzen.²⁰ Diese Regelung spiegelt die Überzeugung der Behörde wider, daß der Computer dem Informationspflichtigen im Vergleich zu früher eine

¹⁷ Zu den rechtlichen Rahmenbedingungen s. *Chambers*, a.a.O. Fn. 15 S. 609 m.w.N.; s. auch *Riegger/Mutter*, ZIP 1998, S. 637 ff.

¹⁸ Eine Zusammenstellung der Rechtsfragen und somit einen guten Überblick gewährt das *Practising Law Institute*, Securities Law & The Internet, 1046 PLI, Corporate Law and Practice Course Handbook Series (1998).

¹⁹ Unites States Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov>.

schnellere und effizientere Informationsverbreitung ermöglicht. Darüber hinaus gewähre die elektronische Informationsverbreitung den Anlegern eine bessere Informations-, Recherche- und Analysemöglichkeit. Deshalb soll die computergestützte Informationsverbreitung gegenüber der herkömmlichen Papierform rechtlich nicht benachteiligt werden.²¹ Dennoch wird die herkömmliche Form der Informationsverbreitung zumindest solange parallel fortbestehen, bis das elektronische Medium allgemein anerkannt ist.²²

Es ist das erklärte Regelungsziel, den elektronisch bedienten Anleger *substanziell gleichwertig* zu informieren. Damit der Anleger eine sachgerechte Investitionsentscheidung treffen kann, müssen ihm auch elektronisch alle Informationen zur Verfügung gestellt werden, auf die er sich bei Übermittlung in Papierform stützen könnte.²³ Wie die nachfolgenden Kriterien deutlich machen, ist die angestrebte Gleichwertigkeit jedoch nicht durch bloßes Umformatieren des Papierprospekts auf eine Internetseite erreichbar. Vielmehr sind noch flankierende Maßnahmen erforderlich.

a) *Wahrnehmbarkeit*

Die postalische Übermittlung eines Schriftstücks bewirkt beim Anleger zweierlei. Erstens zeigt ihm die verkörperte Niederschrift an, daß überhaupt Informationen zur Aufnahme bereitstehen. Zweitens führt die unmittelbar wahrnehmbare Textform den Anleger regelmäßig zu der Annahme, alsbald in einer bestimmten Form auf den Inhalt reagieren zu müssen (Signalwirkung). Beides zusammen genommen gibt dem Empfänger zumindest einen Anreiz, die übersandten Informationen aufzunehmen.

Deswegen muß der Informationspflichtige auch bei der elektronischen Übermittlung für eine entsprechende Wahrnehmbarkeit sorgen. Wenn es notwendig ist, muß dies sogar durch ergänzende Hinweise sichergestellt werden. Es ist deshalb bemerkenswert, daß die SEC neben der Übersendung einer e-mail selbst die bloße Übermittlung einer Computerdiskette oder CD-Rom für ausreichend hält. Anders als bei der herkömmlichen Niederschrift ist bei diesen Media

²⁰ Neben e-mail, CD-Rom, Internetseiten und anderen Computernetzwerken werden vom Begriff „elektronische Medien“ auch noch Faksimile, Audiokassetten und Videokassetten erfaßt.

²¹ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 [(Oct. 6, 1995), verfügbar über Westlaw 1995 WL 588462 *1 (S.E.C.)].

²² Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *3 (S.E.C.).

²³ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *4 (S.E.C.); vgl. *Campbell/MacHarg/Chambers*, Mutual Funds in Cyberspace, 2 Inv. Law. No. 10 (Nov. 1995), S. 13 f.; *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.04 [C].

der Inhalt nicht per se erkennbar. Es darf zudem bezweifelt werden, ob der Anleger beim Empfang einer CD-Rom oder Diskette tatsächlich nach dem herkömmlichen Muster reagiert, er dahinter also Informationen vermutet, auf die er gegebenenfalls reagieren muß.

Die bloße Bereitstellung einer Pflichtinformation im Internet genügt mit Sicherheit nicht den hier besprochenen Anforderungen. Eine Internetseite wird nicht auf Betreiben eines Dritten zugestellt, sondern vom Anleger selbst aufgerufen. Erst dadurch wird sie für ihn wahrnehmbar. In diesem Fall ist ein gesonderter Hinweis notwendig, der den Adressaten auf die entsprechende Internetseite aufmerksam macht.²⁴

b) Zugriffsmöglichkeit

Des weiteren ermöglicht ein postalisch übermitteltes Dokument dem Anleger jederzeit und dauerhaft den Zugriff auf den Inhalt. Also muß auch das elektronische Medium einen vergleichbaren Zugriff gewährleisten. Das benutzte Medium darf den Anleger auf der Suche nach Informationen deshalb nicht behindern, da andernfalls kein effektiver Zugriff möglich ist. Darüber hinaus darf die Zugriffsmöglichkeit auf den Inhalt nicht zeitlich beschränkt sein, solange die Informationspflicht gegenüber dem Anleger besteht.²⁵ Letzten Endes ist aber nicht entscheidend, ob der Anleger auch tatsächlich von seiner Zugriffsmöglichkeit Gebrauch macht.²⁶

Die meisten Fondsgesellschaften bieten interessierten Anlegern die Gelegenheit, den Prospekt vom Internet herunterzuladen („electronic download“). Die Zugriffsmöglichkeit auf die Informationen hängt aber maßgeblich davon ab, ob der Anleger auch über die passende Software verfügt, um die heruntergeladenen Daten auf seinem Computer sichtbar zu machen. Obgleich sich eine Standardsoftware herauszukristallisieren scheint, besteht heute noch kein einheitliches Format. Um dennoch den rechtlichen Anforderungen an eine effektive Zugriffsmöglichkeit schon jetzt zu genügen, stellen die US-amerikanischen Anbieter die Daten in verschiedenen Formaten bereit. Ergänzend wird der Anleger auf fremde Internetseiten geleitet, wo er kostenfrei auf die notwendige Software zugreifen kann.²⁷

²⁴ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *4 (S.E.C.); vgl. *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.04 [C][1].

²⁵ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *5 (S.E.C.); *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.04 [C][2].

²⁶ *Friedman*, a.a.O. Fn. 6, § 9.03 [a].

²⁷ Vgl. *Chambers*, a.a.O. Fn. 15 S. 610 f.

c) Empfangsbeleg

Erfahrungsgemäß ist eine postalische Versendung von Informationen eine effektive Form der Informationsübermittlung. Deshalb wird auch von der elektronischen Übermittlungsform eine entsprechende Nachhaltigkeit verlangt. Aus diesem Grund muß ein Emittent jeweils in Form eines gesonderten Belegs nachweisen, ob der Anleger die elektronisch übermittelten Informationen auch erhalten hat. Die Form eines solchen Empfangsbelegs ist allerdings nicht vorgeschrieben. Die SEC hält beispielsweise eine Rückmeldung des Anlegers per e-mail für ausreichend. Auch die Bestätigung über einen Computerausdruck oder über ein „downloading“ der Informationen ist rechtmäßig.²⁸ In der Praxis verlangen viele, aber eben nicht alle Fondsgesellschaften von möglichen Anlegern eine Identifikation durch Name, Adresse, e-mail-Adresse und Telefonnummer, bevor sie ihnen ein „downloading“ des Prospekts übers Internet gestatten.²⁹

d) Widerrufsrecht

Letztlich sind die Emittenten dazu verpflichtet, nur dann Informationen elektronisch zu übermitteln, wenn dies dem Willen des Anlegers entspricht. Die einmal erteilte Zustimmung des Anlegers ist ohne weiteres widerruflich. In allen Angelegenheiten, in denen nach dem Wertpapierrecht eine Informationspflicht besteht, muß der Emittent demnach auch gedrucktes Informationsmaterial zur Verfügung stellen, falls der Anleger danach verlangt.³⁰

²⁸ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *5 (S.E.C.) mit weiteren Beispielen; vgl. *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.04 [C][3].

²⁹ *Chambers*, a.a.O. Fn. 15 S. 611.

³⁰ Inv. Co. Act Rel. No. 21399 (Oct. 6, 1995), 1995 WL 588462 *5 (S.E.C.).

2. „hyperlinks“

a) Allgemeines

Zudem sind die bereits erwähnten „hyperlinks“ ein rechtlich zu würdigender Gesichtspunkt, wenn es um die Verbreitung von Informationen übers Internet geht.³¹

Einerseits kann der Publizitätspflichtige seine eigenen Informationen durch die Verwendung von Verweisen („external hyperlinks“) mit Sekundärinformationen verknüpfen, die aus der Quelle eines Dritten stammen („information sharing“). Dies ermöglicht dem Anleger den leichten Zugriff auf außenstehende Informationsquellen. Die technische Verknüpfung von eigenständigen Informationsquellen ist bei der Informationsverbreitung der entscheidende Vorteil des Internet gegenüber dem herkömmlichen Papierformat. Bei der Papierform ist eine entsprechende Verknüpfung von unabhängigen Informationsquellen in dem Maße nicht realisierbar.³²

Andererseits erlaubt der beliebige Einsatz von „hyperlinks“ auch eine Steuerung des informationssuchenden Anlegers. Die Augenfälligkeit eines „hyperlink“ hängt davon ab, wie er graphisch gestaltet und wo er auf der Internetseite angesiedelt ist. Je aufwendiger oder zentraler ein „hyperlink“ auf der Internetseite gezeigt wird, desto eher wird der Betrachter versucht sein, die dahinterstehenden Informationen aufzurufen.

Die gegebene Steuerungsfähigkeit könnte einen Emittenten gerade bei Werbemaßnahmen dazu verleiten, den Anleger durch „hyperlinks“ gezielt nur auf Internetseiten mit vorteilhaften Informationen zu führen. Schlimmstenfalls wird der Anleger sogar in Täuschungsabsicht zu inhaltlich falschen Informationsquellen geführt, für die meistens nur ein Dritter, der unter Umständen einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, verantwortlich ist.³³

³¹ S. Fn. 11.

³² Vgl. *Gavis*, *Hyperlinks in Mutual Fund Advertising*, 1 No. 8 *Wallstreetlawyer.com*: *Securities in the Electronic Age* 1 (1998); *Robertson*, a.a.O. Fn. 4, S. 391, der in diesem Zusammenhang feststellt: „the possibilities are unlimited“; s. auch *Cella/Stark*, *SEC Enforcement and the Internet*, 52 *Bus.L.* S. 815 f.

³³ Ein im folgenden ausgeblendeter Gesichtspunkt der (unredlichen) Informationsverbreitung sind die sogenannten „chat groups“. Diese freien Diskussionsforen im Internet eignen sich beispielsweise zur gezielten Desinformation in anonymer Form, allg. *Cella/Stark*, a.a.O. Fn. 32, S. 825 ff.; eingehend dazu *Lenzen*, *Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung*, § 2 V., in *Kürze jur. Diss.* Osnabrück.

b) Regulierungsansätze der NASD

Aus diesem Grund stellt sich im Zusammenhang mit der Nutzung von „hyperlinks“ zunächst die Frage, ob der Verwender oder der hinter dem „hyperlink“ stehende Adressat für die Richtigkeit der angebotenen Informationen verantwortlich ist. Zu dieser Frage hat die SEC bisher keine Stellungnahme abgegeben.

Die Händlervereinigung (NASD)³⁴, die in bezug auf Werbemaßnahmen von „Mutual Funds“ für die Selbstregulierung verantwortlich ist,³⁵ hat dagegen bereits 1996 ihre diesbezügliche Rechtsansicht geäußert. Beiläufig hat die NASD dabei eine Verantwortlichkeit der Verwender von „hyperlinks“ für alle dahinterstehenden Informationen angedeutet. Ausdrücklich hat der Interessenverband seine Mitglieder davor gewarnt, wissentlich auf außenstehende Internetseiten per „hyperlink“ zu verweisen, die irreführende Informationen über das Fondsprodukt beinhalten.³⁶ Die Investmentgesellschaften empfanden diese Regelung als untragbar. Vor allem befürchteten sie eine Kontrollpflicht in bezug auf außenstehende Informationsquellen, die im Internet erfahrungsgemäß stetigen Inhaltsänderungen unterliegen. Infolgedessen wurden die an sich vorteilhaften „hyperlinks“ aus Sorge vor unabsehbaren Haftungsfolgen nur noch von wenigen „Mutual Funds“ verwendet.³⁷

Dem massiven Druck der Branche, der über die Interessenvereinigung der Fondsgesellschaften (ICI)³⁸ ausgeübt wurde, hat die NASD schließlich nachgegeben und ihre Rechtsansicht im November 1997 grundlegend geändert.³⁹ Eine Fondsgesellschaft ist bei der Verwendung von „hyperlinks“ seither nicht mehr für die Richtigkeit der dahinterstehenden Informationen verantwortlich, wenn es sich um sogenannte „ongoing hyperlinks“ handelt. Das sind Schaltflächen, die für den informationssuchenden Anleger ständig bereit stehen und zu Internetseiten eines Dritten leiten, auf deren Inhalt der Fonds keinen Einfluß nehmen kann. Voraussetzung ist außerdem, daß der Anbieter einen „hyperlink“ selbst dann nicht entfernt, wenn dahinter wider Erwarten nachteilige Produktinformationen auftauchen. Auch darauf soll

³⁴ National Association of Securities Dealers, <http://www.nasdr.com>.

³⁵ S. dazu *Marshall/Schneiderman*, a.a.O. Fn. 7, § 9.04 [F].

³⁶ *NASD, Regulatory & Compliance Alert* (April 1996), S. 5; s. dazu *Chambers*, a.a.O. Fn. 15, S. 613; *Gavis*, a.a.O. Fn. 32.

³⁷ *Gavis*, a.a.O. Fn. 32.

³⁸ Investment Companies Institute, <http://www.ici.org>.

³⁹ S. Schreiben von Thomas M. Selman, Director, Advertising/Investment Companies Regulation, NASD Regulation, Inc. an Craig S. Tyle, General Counsel, ICI vom 11. November 1997, verfügbar über Internet unter http://www.nasdr.com/2910/2210_01.htm.

der informationssuchende Anleger stets zugreifen können. Ungeachtet dessen hält die NASD einen Verweis in Kenntnis der irreführenden oder falschen Produktinformationen weiterhin für unzulässig.

Darüber hinaus braucht eine Fondsgesellschaft auch dann keine Haftungsfolgen mehr fürchten, wenn die „hyperlinks“ zu außenstehenden Internetseiten führen, die keine speziellen Produktinformationen, sondern lediglich allgemeine Informationen zur Anlegerschulung beinhalten („educational material hyperlinks“).⁴⁰

c) Regulierungsbedürftigkeit

Es stellt sich die Frage, ob eine Spezialregelung für „hyperlinks“, die von Fondsgesellschaften zur Informationsverbreitung eingesetzt werden, erforderlich ist. Zur Beantwortung müssen zwei zentrale Gesichtspunkte beachtet werden:

aa) Notwendigkeit der „hyperlinks“

Durch das Internet stehen dem Anleger im Vergleich zum herkömmlichen Papierformat bedeutend größere Informationsmengen zur Verfügung. Aber erst die „hyperlinks“ machen die benutzerfreundliche Verknüpfung dieser Datenmengen möglich. Wird also einerseits für den Ausbau der Anlegerinformation durch das Internet (oder genauer World Wide Web) plädiert, so muß andererseits auch die Verwendung von „hyperlinks“ in Kauf genommen werden. Ohne Navigation per „hyperlink“ blieben dem durchschnittlichen Anleger die Datenquellen des Internet im wesentlichen verschlossen. Sie wären allenfalls unter großen Suchanstrengungen zugänglich und überschaubar. Insofern würde sich am bisherigen Informationsstatus des Durchschnittsanlegers trotz Internet nichts Wesentliches ändern. Heute bestehen auch in Papierformat viele Informationsquellen, jedoch hat der Durchschnittsanleger naturgemäß nur bedingte Zugriffsmöglichkeiten.

bb) Manipulation und Desinformation

Hält man also die „hyperlinks“ aus praktischen Gründen für unverzichtbar, so sind doch die angesprochenen Mißbrauchsgefahren nicht von der Hand zu weisen. Einerseits muß der Anleger bei seiner Suche angeleitet werden. Andererseits können die Fondsgesellschaften den

⁴⁰ Vgl. *Chambers*, a.a.O. Fn. 15, S. 614; *Gavis*, a.a.O. Fn. 32.

informationssuchenden Anleger dadurch zu ihren Gunsten steuern. Beispielsweise könnte der Anleger durch eine hervorstechende Darstellung (kursiv, fett, unterstrichen, farbig oder gar grafisch) oder geschickte Positionierung (Anfang eines umfangreichen Dokuments, Mittelpunkt der Seite o. ä.) der „hyperlinks“ gezielt nur zu solchen Informationsquellen geführt werden, die dem Fondsanbieter auch genehm sind. Das ist nicht nur bedenklich, wenn die Zielquellen inhaltlich falsche Informationen enthalten. Auch durch den Verweis auf richtige, aber lediglich vorteilhafte Informationen ist der Anleger manipulierbar, weil ihm auf diese Weise kritische Informationen vorenthalten werden.⁴¹

Der Anleger wird regelmäßig, nachdem er eine bestimmte Zeit nach Informationen gesucht hat, an eine Sättigungsgrenze gelangen. Von da an wird er keinen Bedarf an weiteren Informationen haben, sondern seine Anlageentscheidung treffen. Die hervorstechenden „hyperlinks“ beschleunigen m. E. das Erreichen dieser *Sättigungsgrenze*. Denn die Bewältigung aller besonders auffälligen Schaltflächen wird dem Anleger um so eher das Gefühl vermitteln, alles notwendige für eine informierte Anlageentscheidung studiert zu haben.

Aber selbst wenn der Verwender von „hyperlinks“ gar keine Manipulation des Anlegers beabsichtigt, bleibt immer noch die Gefahr, daß der Anleger trotzdem auf Informationen eines Dritten stößt, die objektiv falsch sind. Solche Fehlinformationen rufen spätestens dann Haftungsfragen auf den Plan, wenn sie für eine verlustreiche Anlageentscheidung maßgeblich waren.

cc) Darstellungsstandard und einmalige Kontrollpflicht des Verwenders

All dies bestätigt, daß die Verwendung von „hyperlinks“ zur Information von Anlegern regelungsbedürftig ist. Die Regulierung müßte den Anleger sowohl vor Manipulation und Irreführung durch den Verwender der „hyperlinks“ als auch vor Desinformation durch einen Dritten schützen. Dies gilt nicht nur für die Verbreitung von freiwilligen Informationen über das Internet (Werbemaßnahmen), sondern auch für die Bereitstellung von Pflichtinformationen. Ein Verbot der „hyperlinks“ zur Informationsverbreitung durch Fondsgesellschaften ist jedoch nicht angebracht. Dies würde - wie gezeigt - dem informationssuchenden Anleger den an sich wünschenswerten Zugriff auf die neuen Informationsquellen praktisch unmöglich machen.

⁴¹ Vergleichend soll hier an die Verwendung von Allgemeinen Geschäftsbedingungen im Rahmen von Verträgen erinnert werden. Auch dort besteht die Gefahr, daß der Verwender notwendige, aber unliebsame Informationen allein durch die Darstellungsform einer effektiven Wahrnehmbarkeit entzieht.

Der Gefahr, daß ein Dritter fehlerhafte Informationen anbietet, darf auch nicht dadurch entgegengewirkt werden, daß den Fondsgesellschaften eine Kontrollpflicht in bezug auf alle Informationsquellen auferlegt wird. Eine solche Kontrollpflicht könnte der Verwender von „hyperlinks“ angesichts des Informationsumfangs und der stetigen Inhaltsänderungen nicht erfüllen. Deswegen, dies belegen die US-amerikanischen Erfahrungen,⁴² verzichten die Fondsgesellschaften eher auf die Verwendung von „hyperlinks“, als sich einer unabsehbaren Haftungsgefahr auszusetzen.

Es ist ein tragbarer Kompromiß, den Fondsgesellschaften zwar keine dauerhafte, aber zumindest eine einmalige Kontrollpflicht aufzuerlegen. Die Verantwortlichen der Fonds müssen dann eben nur noch zum Zeitpunkt der Einrichtung einer Schaltfläche untersuchen, ob die dahinterstehenden Informationen eines Dritten auch wahrheitsgemäß sind. Für nachträgliche Inhaltsänderungen, die zu Schäden bei den Anlegern führen, haftet nur der Dritte als unmittelbarer Informationsanbieter. Diese Folge ist aber zumindest dann unbefriedigend, wenn der hinter dem „hyperlink“ stehende Informationsanbieter einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt. Der Anleger wird dadurch Schwierigkeiten haben, seinen Schadensersatz gegenüber dem Verursacher durchzusetzen. Eine Beschränkung der Verweise auf nationale Informationsanbieter ist zwar technisch möglich, widerspricht aber dem Charakter des Internet.

Einfacher läßt sich dagegen die Manipulationsanfälligkeit des Anlegers verringern. Es kann zwar dem Anbieter nicht vorgeschrieben werden, immer auch auf kritische Informationsquellen seitens Dritter zu verweisen. Gerade bei Werbemaßnahmen muß dem Fonds eine subjektive Vorauswahl überlassen bleiben. Begrüßenswert ist in diesem Zusammenhang der US-amerikanische Ansatz, der die „hyperlinks“ als feststehende Einrichtungen schützt, falls dadurch wider Erwarten auf unvorteilhafte Informationen verwiesen wird.

Es darf aber die Frage aufgeworfen werden, ob ein Standard hinsichtlich der Darstellung von „hyperlinks“ nützlich wäre. Damit würde weder die Verwendung von „hyperlinks“ verhindert noch die Qualität der Informationen beeinträchtigt. Der Anbieter würde lediglich die Fähigkeit einbüßen, den informationssuchenden Anleger durch eine unterschiedliche Darstellung von „hyperlinks“ zu steuern.

Nach alledem spricht vieles für die Verwendung von „hyperlinks“. Trotzdem ist eine einheitliche Darstellungsform im Sinne des Anlegerschutzes zu befürworten.

⁴² S. oben C. I. 2. b) und Fn. 37.

II. US-amerikanische Regulierung des internationalen Online-Handels

1. Praktische Aspekte (Zahlungsmittelstandard: Kreditkateneinsatz und Leverageeffekt)

Die Frage, ob der Handel mit Wertpapieren im Internet funktioniert, ist nicht in erster Linie rechtlicher, sondern praktischer Natur. Vorrangig kommt es darauf an, daß der Anleger den Internethandel annimmt. Beispielhaft sei in diesem Zusammenhang auf die Zahlungsbedingungen hingewiesen. Gelingt es den Anbietern etwa, einen einheitlichen Standard für Zahlungsmittel einzuführen, wird auch das Zutrauen der Kunden rasch wachsen.

Gleichwohl ist ein funktionsfähiger Markt auch von rechtlichen Rahmenbedingungen abhängig. Mit dem angesprochenen Zahlungsmittelstandard ist beispielsweise unmittelbar die im folgenden ausgeblendete Frage nach einer effektiven Sicherheit im Internet verknüpft.

Mittelbar ergeben sich weitere Rechtsfragen. Erst kürzlich hat die SEC zugestimmt, daß zum Kauf von Wertpapieren übers Internet auch Kreditkarten eingesetzt werden dürfen. Dies war bislang nur in anderen Bereichen des Online-Handels üblich. Zur Erfüllung von Wertpapiergeschäften durfte die Kreditkarte bisher nicht genutzt werden. Rechtlich betrachtet ist die Zahlung per Kreditkarte ein kreditfinanziertes Wertpapiergeschäft („leverage“) und unterliegt damit gesetzlichen Beschränkungen („margin rules“).⁴³ Die US-amerikanischen „Mutual Funds“ werden künftig jedoch auch vermehrt Kreditkarten akzeptieren, denn durch die Zustimmung seitens der Behörde ist eine weitere Schranke für den Online-Handel mit Fondsanteilen gefallen.⁴⁴

2. Bundeswertpapierrecht und Kundeneinwerbung über Webseiten

Da das Internet keine geographischen und politischen Grenzen kennt, ist über öffentliche Webseiten ein internationaler Wertpapierhandel möglich. Damit stellt sich die Frage, welcher Rechtsordnung der Online-Handel unterliegt. Diesbezüglich ist zunächst auf das - im folgenden ausgeblendete - Internationale Privatrecht zu verweisen, das immer dann Anwendung findet,

⁴³ 15 United States Code § 78g und 78h; ausgeführt durch den Federal Reserve Board: 12 Code of Federal Regulation §§ 220 („Regulation T“), 221 („Regulation U“), 207 („Regulation G“), 224 („Regulation X“); s. dazu *Ratner, Securities Regulation* (Nutshell), 6. Edition 1998, S. 187 ff.; *Marsh/Jennings/Coffee, Securities Regulation*, 7. Edition 1992, S. 533.

wenn zivilrechtliche Streitigkeiten zwischen den jeweiligen Vertragspartnern zur Entscheidung anstehen.

Für den vorliegenden Beitrag wichtiger ist die Frage, welche öffentlich-rechtlichen Wertpapiervorschriften eingreifen, wenn Anbieter und Nachfrager, die verschiedenen Rechtsordnungen unterliegen, über das Internet zu Wertpapierhandelszwecken in Kontakt treten.

Die SEC hat sich kürzlich dieses Problems angenommen.⁴⁵ Regelungsadressaten sind (u. a.) sowohl die US-amerikanischen Fonds als auch alle ausländischen Fonds, die Informationen zu Handelszwecken über Webseiten verbreiten. Ziel dieser weitgefaßten Regelung ist es, den Adressaten eine Orientierungshilfe für den Online-Handel an die Hand zu geben.

Zum einen steht seit kurzem fest, unter welchen Umständen eine ausländische Fondsgesellschaft, die sich öffentlich über das Internet um Anleger bewirbt, zum Regelungsadressaten des US-amerikanischen Bundeswertpapierrechts wird. Dabei war die Behörde gewarnt, bei der Regulierung nicht die Kompetenzen ausländischer Gesetzgebungsorgane zu verletzen.⁴⁶

Zum anderen formulierte die SEC die Bedingungen, unter denen sich die US-amerikanischen Fonds öffentlich über das Internet um ausländische Anleger bewerben können, ohne dabei einer Regulierung durch das US-amerikanische Bundeswertpapierrecht zu unterliegen.

a) Regelungskonzept

Ausgangspunkt der Regelung ist das rechtliche Grundkonzept, nach dem immer dann, wenn ein Wertpapierhandel auf dem Hoheitsgebiet der USA stattfindet, auch grundsätzlich das Bundeswertpapierrecht mit all seinen Registrierungs-, Publizitäts- und Verhaltenspflichten einschlägig ist.

Wie letztlich das Angebot von Fondsanteilen im Internet beurteilt wird, hängt entscheidend davon ab, ob der Anbieter mit seinem Angebot eine Person mit Sitz in den USA anspricht. Deshalb unterliegt nach Ansicht der SEC ein Online-Handel mit Fondsanteilen dann nicht dem US-amerikanischen Wertpapierrecht, wenn der Anbieter wirksame Maßnahmen ergreift, die ein

⁴⁴ Vgl. *Emshwiller*, SEC Approves Plan to Use Credit Cards for Share Purchase, The Wall Street Journal Europe vom 29.05.1998, UK5B, 1998 WL-WSJE 12723767.

⁴⁵ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 [(Mar. 23, 1998), verfügbar über Westlaw 1998 WL 128173 (S.E.C.)].

⁴⁶ Vgl. *Rosenberger*, SEC Clarifies Investment Companies Use of the Internet, 1 No. 12 Wallstreetlawyer.com: Securities in the Electronic Age 1 (1998).

gezieltes Anwerben von Personen in den USA ausschließen.⁴⁷ Diesbezüglich gibt die Behörde folgende Hinweise:

aa) Internetangebote von ausländischen Fonds

(1) „offshore offer“

Ein ausländischer Fonds („foreign fund“)⁴⁸ kann eine Regulierung durch das US-amerikanische Bundeswertpapierrecht vermeiden, indem er seine Anteile über das Internet erst gar nicht in den USA, sondern nur in anderen Ländern seiner Wahl anbietet („offshore offer“). Um dies zu gewährleisten, muß der Internetanbieter eine *auffällige Gegenerklärung* in seine Webseite aufnehmen („prominent disclaimer“).⁴⁹ Gleichwohl ist die Zugriffsmöglichkeit der US-amerikanischen Internetnutzer dadurch nicht beschränkbar.

Aus der Gegenerklärung muß eindeutig hervorgehen, daß sich das vorliegende Angebot nicht auf die USA bezieht. Als Beispiel gibt die SEC folgenden Text an:

□ „This offering is intended only to be available to residents of countries within the European Union“.⁵⁰

Allerdings hält die Behörde den folgenden, schon des öfteren im Internet ausgemachten Text für nicht aussagekräftig genug:

□ „The offer is not being made in any jurisdiction in which the offer would or could be illegal“.⁵¹

⁴⁷ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *1 f. (S.E.C.).

⁴⁸ Das ist ein Fonds, der einer anderen als der US-amerikanischen Rechtsordnung unterliegt.

⁴⁹ Die Erklärung kann zusammen mit dem Angebot auf einer Bildschirmseite abgegeben werden. Andernfalls muß der Hinweis vor Sichtung des Angebots auf einer gesonderten Bildschirmseite erfolgen.

⁵⁰ „Dieses Angebot richtet sich nur an Einwohner von Mitgliedsländern der Europäischen Union“.

⁵¹ „Dieses Angebot ist nicht innerhalb einer Gerichtsbarkeit unterbreitet, in der es rechtswidrig sein würde oder könnte“; diese Formulierung sei für den Adressaten angesichts der globalen Reichweite des Internet nicht eindeutig genug, Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *4, Fn. 21 und *8 a. E. (S.E.C.).

Zudem muß der Anbieter durch flankierende Maßnahmen einen Verkauf an Personen mit Sitz in den USA verhindern. Beispielsweise kann der Anbieter diese Pflicht erfüllen, indem er sich vor dem Vertragsabschluß die Adresse oder Telefonnummer des Käufers übermitteln läßt.⁵²

Die SEC hat auch festgestellt, daß die Sicherungsmechanismen angesichts der Anonymität des Internet durchaus umgangen werden können. In diesem Fall bleibt das Internetangebot trotzdem regelungsfrei, wenn der Anbieter die US-amerikanische Landesangehörigkeit seines Vertragspartners *nicht erkennen konnte*.⁵³ Vor allem die Übergabe eines auf eine US-amerikanische Bank lautenden Zahlungsbelegs, die Angabe der US-amerikanischen Sozialversicherungs- oder Steuernummer sowie eindeutige Erklärungen des Käufers sind nach Ansicht der SEC Anhaltspunkte, die eine solche Erkennbarkeit für den Internetanbieter indizieren.⁵⁴

Darüber hinaus wird den „foreign funds“ nahegelegt, beispielsweise auf Werbemaßnahmen in US-amerikanischen Publikationen zu verzichten, in denen auf Internetseiten mit „offshore offers“ hingewiesen wird.⁵⁵ Schließlich erachtet die SEC auch den bloßen Hinweis des Anbieters auf seiner Webseite, wie die möglichen Anleger durch das angebotene Investment die US-amerikanische Einkommensteuer vermeiden können, als eine direkte Einwerbung von US Personen.⁵⁶

(2) „offshore offer“ parallel zum „private offer“ innerhalb der USA

Eine andere Regelungsalternative betrifft den Fall, in dem ein ausländischer Fonds nicht nur ein „offshore offer“ in der unter (1) dargestellten Form unterbreitet, sondern parallel dazu auch ein „private offer“⁵⁷ innerhalb der USA abgibt. Selbst hierbei kann der Internetanbieter eine Regulierung durch das US-amerikanische Bundeswertpapierrecht vermeiden, wenn er effektive Sicherungsmaßnahmen ergreift, die vor einem *öffentlichen* Verkauf seiner Fondsanteile an US-amerikanische Personen schützen. Prinzipiell gelten auch hier die unter (1) genannten

⁵² Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *4 (S.E.C.); dem Anbieter steht es frei, andere Sicherungsmaßnahmen zu wählen. Allerdings müssen diese ebenso effektiv sein.

⁵³ „..., absent indications that would put the issuer on notice that the purchaser was a US person“.

⁵⁴ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *5 (S.E.C.).

⁵⁵ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *8 (S.E.C.); vgl. *Rosenberger*, a.a.O. Fn. 46.

⁵⁶ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *4 (S.E.C.).

⁵⁷ Das ist ein nicht-öffentliches Angebot, das entweder nur wohlhabenden Privatanlegern und institutionellen Anlegern unterbreitet wird, oder auf 100 Anleger beschränkt ist.

Bedingungen. Allerdings muß die „prominent disclaimer“ ausdrücklich darauf hinweisen, daß zwei separate Angebote bestehen. Als Beispiel gibt die SEC folgenden Text an:

□ „This offer (the offshore Internet offer) is not being made in the United States (or identify the jurisdictions in which the Internet offer is being made) and the offer and sale of securities in the United States is not permitted except pursuant to an exemption from registration“.⁵⁸

Im Rahmen dieser Gegenerklärung sind die Ausführungen zum „private offer“ bewußt unverbindlich formuliert. Deshalb erachtet es die SEC auch als ein gezieltes, öffentliches Einwerben von Anlegern in den USA, wenn der ausländische Fonds auf seiner Webseite weiterführende Informationen über das „private offer“ bereitstellt. Mithin ist es den Fonds grundsätzlich untersagt, die Eigenschaften der Personen näher zu beschreiben, denen nach der Ausnahmeregelung die Fondsanteile über ein „private offer“ verkauft werden dürfen. Gleichfalls sind ergänzende Hinweise unzulässig, die jedem Betrachter der Webseite einen mittelbaren Zugriff auf derartige Informationen ermöglichen.⁵⁹

Jedoch ist es dem Fondsanbieter ausnahmsweise gestattet, auch solche Informationen in dem Maße über seine Webseite zu verbreiten, wie es nach ausländischem Recht erforderlich ist. Will der Fondsanbieter darüber hinaus vertiefende Informationen über das „private offer“ geben, so ist dies nur zulässig, falls der Zugriff auf die Informationen durch ein Kennwortverfahren geschützt ist.⁶⁰ Dieses Verfahren muß gewährleisten, daß nur diejenigen Personen einen Zugang zur Webseite mit den entsprechenden Informationen haben, die auch auf ein „private offer“ hin Wertpapiere kaufen dürfen (sog. „qualified purchasers“).⁶¹

⁵⁸ „Dieses Angebot (das „offshore“ Internet-Angebot) ist nicht innerhalb der USA unterbreitet (alternativ können die anvisierten Jurisdiktionen benannt werden), und das Wertpapierangebot und der Wertpapierverkauf innerhalb der USA ist abgesehen von einer Registrierungsausnahme unzulässig, Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *9 (S.E.C.).

⁵⁹ Bspw. über „hyperlinks“ auf externe Informationsquellen.

⁶⁰ Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *9 (S.E.C.); vertiefend *Rosenberger*, a.a.O. Fn. 46.

⁶¹ S. dazu *IPONET*, SEC No-Action Letter (publ. avail. July 26, 1996), 1996 WL 431821 (S.E.C.); *Lamp Technologies Inc.*, SEC No-Action Letter (publ. avail. May 29, 1997), 1997 WL 282988 (S.E.C.).

bb) „offshore offer“ von US-amerikanischen Fonds über das Internet

Letztlich gibt die Spezialregelung auch noch Bedingungen vor, unter denen sich ein US-amerikanischer Fonds im Rahmen eines „offshore offer“ über das Internet um ausländische Anleger bewerben darf, ohne sich nach den Vorschriften des Bundeswertpapierrechts bei der SEC registrieren lassen zu müssen. Da in diesem Fall ein US-amerikanischer Emittent das Internetangebot abgibt, hat die Behörde im Vergleich zu den anderen Fallgruppen eine strengere Aufsicht angedeutet. Trotzdem hält die SEC keine Registrierung für notwendig, wenn die US-amerikanische Fondsgesellschaft wirksame Sicherungsmaßnahmen ergreift, die nur anderen als Personen aus den USA den freien Zugang zum Internetangebot erlauben.⁶² Als Beispiel nennt die Behörde in diesem Zusammenhang abermals ein Kennwortverfahren⁶³.

b) Fazit

In Ergebnis ist die vorliegende Regelung ein nationaler Alleingang der USA, die einige Gesichtspunkte eines internationalen Sachverhalts betrifft. Ohne weiteres annehmbar ist die Regulierung bezüglich der „offshore offers“ von US-amerikanischen Fonds. Die Adressaten dieses Abschnitts entstammen dem unmittelbaren Einflußbereich der SEC. Folglich steht weder die Regelungskompetenz noch die Durchsetzbarkeit der Vorschrift ernsthaft in Frage. Eher kommen Bedenken auf, wenn diese Maßstäbe an die Vorschriften für ausländische Fonds angelegt werden.

Einerseits ist es ein verständliches Bestreben der SEC, ihr herkömmliches Regelungssystem auf Internetangebote über ausländische Fondsanteile auszudehnen, die zumindest auch auf Personen in den USA abzielen. Indem sie die Umstände benennt, unter denen ein ausländischer Fonds eine Regulierung durch das US-amerikanische Bundeswertpapierrecht vermeiden kann, sorgt die Behörde auch durchaus für Rechtssicherheit. Es ergibt sich im Umkehrschluß daraus, daß alle anderen Online-Angebote in den Regelungsbereich des Bundeswertpapierrechts fallen. Andererseits ist die fragliche Vorschrift eine materielle Regulierung aller ausländischen Investmentgesellschaften, die einen Online-Handel in Fondsanteilen betreiben. Die Behörde unterscheidet auch nicht, ob die Internetanbieter dabei willentlich Anleger in den USA anwerben oder nicht. Mithin müssen selbst solche Fondsgesellschaften, die ihren Online-Handel

⁶² Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *10 (S.E.C.); vgl. *Rosenberger*, a.a.O. Fn. 46.

⁶³ S. dazu Fn. 61.

bewußt auf Deutschland oder die Europäische Union beschränken, die oben dargestellte Vorschrift beachten. Deshalb sind sie verpflichtet, ihre Webseiten nach den US-amerikanischen Vorgaben zu erstellen. Zukünftig ist ein „prominent disclaimer“ beim Online-Handel mit Fondsanteilen zwingend.

Noch gravierender ist die ihnen auferlegte Sorgfaltspflicht. Danach müssen die ausländischen Fonds trotz der Anonymität des Internet sogar auf Hinweise achten, die eine US-amerikanische Herkunft ihrer Vertragspartner andeuten. Andernfalls sind die Fonds registrierungspflichtig und verstoßen gegen US-amerikanisches Wertpapierrecht, wenn sie diese Pflicht mißachten.

Zu der Frage nach den rechtlichen Folgen für den Fall, in dem eine *ausländische Person* die Registrierungspflicht mißachtet und einen öffentlichen Handel mit Fondsanteilen betreibt, mangelt es - soweit ersichtlich - an einschlägigen Präzedenzfällen. Gleichwohl merkt die SEC diesbezüglich vielsagend an, daß die vorliegende Regulierung nichts an der Fähigkeit der US-Gerichte ändert, auch über ausländische Personen im Zusammenhang mit „offshore“ Internetangeboten zu richten.⁶⁴

Es bestehen nach alledem Zweifel, ob die Vorschrift überhaupt von der Regelungskompetenz der SEC gedeckt ist. Zumindest ist die Behörde grundsätzlich nicht befugt, ausländischen Fondsgesellschaften ein bestimmtes Verhalten vorzuschreiben, die von sich aus keinen US-amerikanischen Bezug haben. Außerdem werden die Regelungsadressaten nicht ohne weiteres zur Erfüllung ihrer neuen Pflichten gewillt sein, wenn sie mit ihrem Internetangebot gar nicht auf den US-amerikanischen Markt abzielen. Die SEC wird ihren Andeutungen zufolge wohl dennoch nicht untätig bleiben, falls sie zukünftig öffentliche Internetangebote über Fondsanteile sichtet, die inhaltlich nicht mit ihren rechtlichen Vorgaben übereinstimmen. Es darf jedoch bezweifelt werden, ob die Behörde wirksame Mittel hat, um das US-amerikanische Recht auch gegenüber ausländischen Fondsgesellschaften durchzusetzen. Es ist aber durchaus möglich, daß sie ihre Macht ausübt, um zumindest den in den USA tätigen Mutterbanken der Fonds Schwierigkeiten zu bereiten.⁶⁵

⁶⁴ Freilich ohne weitere Nachweise, Inv. Co. Act Rel. No. 23071 (Mar. 23, 1998), 1998 WL 128173 *2 (S.E.C.); dies kann wohl nur als konsequente Anwendung der herkömmlichen Durchsetzungsvorschriften gedeutet werden: 15 United States Code § 80a-41(a)-(e) [Untersuchungsrecht und Eingriffsmittel], 15 United States Code § 80a-48 [Geldstrafe und/oder Freiheitsstrafe], s. dazu *Sommer*, Securities Law Techniques, Vol. 6 (1998), § 83.08[6] und [8].

⁶⁵ Vertiefend *Baums*, Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten, FS für Raisch (1995), S. 211.

Im Gegensatz dazu bekommen ausländische Fondsgesellschaften, die über ein „private offer“ auch mit Personen aus den USA Online-Handel betreiben wollen, durch die Regelung einen ausführlichen Ratgeber an die Hand. Dieser vermittelt ihnen insofern eine Planungssicherheit, als er die Bedingungen genau benennt, unter denen eine kostspielige und aufwendige Regulierung durch das Bundeswertpapierrecht vermieden werden kann.

Infolgedessen kann eine abschließende Bewertung der Vorschrift nur doppeldeutig ausfallen. Zum einen sind die klaren Bedingungen für den Online-Handel mit US-amerikanischem Bezug zu begrüßen. Zum anderen wirft der US-amerikanische Alleingang Kompetenzfragen auf, da er auch Fonds reguliert, denen dieser unmittelbare US-amerikanische Bezug fehlt. Dies wird m. E. nicht ohne Folgen bleiben. Als Reaktion auf den US-amerikanischen Alleingang könnten sich Gesetzgeber anderer Länder zum Erlaß vergleichbarer Vorschriften veranlaßt sehen. Außerdem wird sich alsbald zeigen, wie ernst es die SEC mit der zwangsweisen Durchsetzung ihrer Vorschriften auch gegenüber ausländischen Fondsgesellschaften nimmt.

D. Ergebnis

Das Internet ist seit geraumer Zeit ein fester Bestandteil des US-amerikanischen Wertpapiermarktes. Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, daß der Gesetzgeber bereits darauf reagiert hat. Die SEC hat umfangreiche Vorschriften erlassen, die vor allem dem Schutz des Anlegers dienen.

Die Regeln betreffen zum einen die Informationsverbreitung unter Zuhilfenahme des Internet und sonstiger elektronischer Mittel. Sie können dem deutschen Gesetzgeber verdeutlichen, daß grundsätzlich Handlungsbedarf besteht, um die Vorzüge des Internet nutzbar zu machen und zugleich den Schutz der Anleger zu gewährleisten. Anhand der Erfahrungen aus den USA lassen sich unnötige Fehler vermeiden, damit die Branche durch eine notwendige Regulierung keinen Schaden nimmt, sondern vom Interneteinsatz profitiert. Allerdings gehen die untersuchten Vorschriften in bezug auf „hyperlinks“ nicht weit genug, um alle damit verbundenen Gefahren für informationssuchende Anleger zu entschärfen. Für die „hyperlinks“ ist m. E. ein Darstellungsstandard vonnöten. Andernfalls können die Anleger durch augenfällige „hyperlinks“ manipuliert werden.

Zum anderen hat die SEC den internationalen Online-Handel reguliert. Einerseits bringt dieser US-amerikanische Alleingang erhebliche Rechtssicherheit für ausländische Anbieter, die sich übers Internet auch um US-amerikanische Anleger bewerben wollen. Andererseits wurden ausländischen Anbietern strenge Sorgfaltspflichten auferlegt und sogar Sanktionen angedroht,

selbst wenn sie gar nicht bewußt und gewollt auf US-amerikanische Anleger abzielen. Diesbezüglich bestehen nicht nur Zweifel an einer Gesetzgebungskompetenz der SEC. Es ist auch fraglich, ob die Vorschriften überhaupt durchsetzbar sind. Ein Konfliktpotential ist dadurch jedoch allemal entstanden.